

0-793628

На правах рукописи

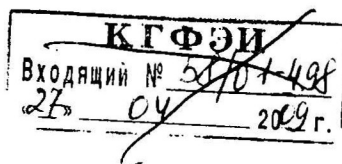
БЕРЕЖНОЙ ЕВГЕНИЙ ВИКТОРОВИЧ

**ОСОБЕННОСТИ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА ЦЕННЫХ
БУМАГ ЛИТОВСКОЙ РЕСПУБЛИКИ В УСЛОВИЯХ
ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит
Специальность 08.00.14 – Мировая экономика

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Санкт-Петербург 2009



Работа выполнена в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

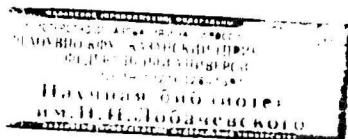
Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор
Селищев Александр Сергеевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Коваленко Борис Борисович

кандидат экономических наук, доцент
Капусткин Вадим Игоревич

Ведущая организация -

Государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный инженерно-экономический университет»



Защита состоится «14» мая 2009 г. в 15 часов на заседании диссертационного совета Д 212.237.04 в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов» по адресу: 191023, г. Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21, ауд. 7.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ

Автореферат разослан «14» мая



0000802319

Ученый секретарь
диссертационного совета

Н.А. Евдокимова

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Современный мировой финансовый рынок характеризуется стремительными темпами интеграции и глобализации. Эти процессы развиваются настолько динамично, что те страны, которые не успели найти свое место в финансовом мире, обречены стать заложниками системы, диктующей свои правила.

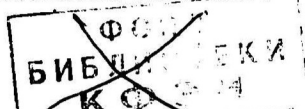
Если в XX веке процессы интеграции финансовых рынков проходили преимущественно внутри стран и континентов, то XXI век обещает стать столетием глобальных объединений. Уже сегодня можно наблюдать переход от транснациональных компаний к трансконтинентальным.

После обретения независимости страны Прибалтики начали все больше ориентироваться на Запад, что дало резкий толчок развитию организованного рынка ценных бумаг. Достижения Литвы на пути к членству в Европейском Союзе заслужили широкое признание, а процесс вхождения в ЕС помог стране совершенствовать ее правовую, налоговую системы, что, вместе взятое, способствует развитию предпринимательства. Это немаловажно и для инвестиционных процессов, а инвестиционные процессы в Литве, и, соответственно, развитие организованного рынка ценных бумаг, становятся неотъемлемой частью стабильного функционирования экономики страны в масштабах Евросоюза.

Для экономики Литвы организованный рынок ценных бумаг имеет особое значение. Объем торгового оборота акций на Национальной Бирже Ценных Бумаг Литвы (VSE) за 2008г. достиг 976 млн. евро, а средний ежедневный объем торгового оборота акций - более 2,5 млн. евро.

В Литовской Республике на начало 2008г. зарегистрировано 32 инвестиционных фонда, 30 пенсионных фондов и около 400 индивидуальных инвестиционных портфелей. По данным Национальной комиссии по ценным бумагам Литовской Республики, к началу 2008 года инвестиционными фондами было аккумулировано средств на сумму более 288,3 млн. евро, пенсионными фондами было привлечено свыше 335 млн. евро.

Активную позицию литовского организованного рынка ценных бумаг обеспечивает открытость его границ для международной торговли и финансовых услуг. Национальная Биржа Ценных Бумаг Литовской Республики стала частью холдинга NASDAQ OMX, объединившего фондовые биржи и депозитарии стран скандинавско-балтийского региона.



Холдинг NASDAQ OMX, чей центральный офис расположен в Стокгольме, управляет фондовыми биржами Стокгольма, Копенгагена, Хельсинки, Риги, Таллина, Вильнюса, Рейкьявика, а также центральными депозитариями ценных бумаг Эстонии, Литвы и Латвии. 7 января 2008г. OMX стал 100% владельцем армянской фондовой биржи (Armex) и центрального депозитария Армении. В начале 2008г. холдинг OMX был приобретен фондовой биржей NASDAQ, после чего получил наименование NASDAQ OMX Group.

На начало 2009 г. холдинг NASDAQ OMX контролировал самый крупный сегмент организованного рынка ценных бумаг стран скандинавско-балтийского региона. Годовая выручка OMX за 2008г. составила около 350 млн. евро, а капитализация - 1,7 млрд. евро.

13 апреля 2007 г. OMX, совместно с биржей «Санкт-Петербург», зарегистрировали первую в России Международную Фондовую Биржу «Санкт-Петербург» (сокращенное название – IXSP).

Для российских инвесторов возможность выхода на фондовые биржи стран скандинавско-балтийского региона имеет важное значение. Инвестиционная Группа «Планета Капитал» стала первым российским сертифицированным консультантом (Certified Adviser) NASDAQ OMX. Доступ на торговую площадку OMX не такой затратный и сложный, как получение разрешения на совершение операций на Лондонской или Нью-Йоркской фондовой бирже. Между тем, акции таких литовских компаний, как «TEO LT», «Panevėžio statybos trestas» представляют большой интерес для любого участника торгов.

Все эти процессы свидетельствуют об актуальности избранной темы исследования.

В работе рассматривается не только современное состояние организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики, но и его эволюция во времени, более глубоко отражающая особенности рынка, оказавшие существенное влияние на экономическое развитие страны.

Степень разработанности темы. Аспекты исторической ретроспективы экономического развития и теории экономической интеграции организованного рынка ценных бумаг Литвы нашли отражение в трудах С. Б. Клешева, В. Стрецкого, З. Гадие, А. Келероса, Г. Дефосса, А. Растениене, Р. Масюлиса.

Вместе с тем, необходимо отметить, что в научной литературе недостаточное внимание уделяется вопросам, которые связаны с определением роли рынка в улучшении экономической обстановки государства, вступлением VSE в скандинавско-балтийскую торговую группу OMX, а также с законами и правилами эмиссии ценных бумаг литовских компаний.

Недостаточная теоретическая разработанность вопроса и его

практическая значимость на современном этапе определили выбор темы диссертационного исследования, его цель и задачи.

Цель и задачи диссертационного исследования. Целью диссертационного исследования является разработка теоретических основ функционирования организованного фондового рынка Литовской Республики в эпоху глобализации и определения его места в интеграционной системе фондовых бирж стран Скандинавии, Прибалтики и России.

Для достижения заявленной цели в рамках исследования были поставлены следующие задачи:

- определить этапы и базисные направления развития организованного рынка ценных бумаг Литвы;
- проанализировать особенности национальной экономики, влияющие на развитие рынка;
- выявить основные проблемы первичного рынка ценных бумаг Литовской Республики;
- раскрыть специфику функционирования организованного рынка ценных бумаг Литвы;
- определить место фондового рынка Литовской Республики в интеграционной системе OMX и выявить приоритетные направления дальнейшего развития;
- исследовать особенности процессов интеграции организованных рынков ценных бумаг стран скандинавско-балтийского региона;
- оценить возможность использования литовского опыта в процессе развития российского фондового рынка.

Объектом исследования является фондовый рынок как элемент финансовой системы Литовской Республики.

Предмет исследования составляют экономические отношения, возникающие между финансовыми институтами в процессах становления и функционирования фондового рынка Литовской Республики.

Теоретическую и методологическую основу диссертации составляют фундаментальные положения современной теории финансовых рынков и управления портфелем ценных бумаг. Методология настоящего исследования основана на общенаучных методах – описательном, сравнительном, статистическом и системном, которые позволяют наиболее полно охарактеризовать организованный рынок ценных бумаг Литвы, а также на диалектическом методе познания, методах структурного и функционального анализа, принципах логики и графических методах, позволяющих делать достоверные выводы по исследуемой теме.

Информационной основой исследования стали: работы

ведущих ученых в области экономической истории Литвы, в которых рассматриваются основополагающие элементы экономического развития Литовской Республики и теории экономической интеграции; нормативные правовые акты Литвы в сфере организованного рынка ценных бумаг; методические и справочные материалы, профильные периодические издания; материалы отчетов Центрального Банка Литвы, Центрального Депозитария Литвы, Комиссии по ценным бумагам Литовской Республики, Национальной Биржи Ценных Бумаг Литвы и холдинга NASDAQ OMX, а также другие официальные источники информации.

Научная новизна работы состоит в том, что впервые проведен комплексный анализ организованного рынка ценных бумаг Литвы на нескольких уровнях: историко-экономическом, современно-экономическом и внешнеэкономическом. К числу наиболее важных полученных результатов можно отнести следующие:

- выявлены особенности национальной экономики Литовской Республики как основы формирования фондового рынка;
- определены основные этапы развития организованного рынка ценных бумаг Литвы;
- установлена специфика функционирования организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики, в том числе, в условиях мирового финансового кризиса;
- сформулированы основные проблемы привлечения инвестиций, как на внутреннем рынке, так и из-за рубежа, и предложены пути их решения;
- раскрыты проблемы эмиссии корпоративных ценных бумаг в Литовской Республике;
- доказано определяющее значение процессов глобализации для развития фондовых рынков государств на примере организованного рынка ценных бумаг Литвы и определено его место в интеграционной системе OMX;
- выявлены и систематизированы основные преимущества и недостатки процессов интеграции фондовых рынков на основе результатов вступления Литвы в холдинг NASDAQ OMX;
- обоснована авторская позиция по поводу возможности использования литовского опыта в процессе развития российского рынка ценных бумаг.

Теоретическая и практическая значимость. Литовский организованный рынок ценных бумаг является важным звеном в процессах глобализации финансовых рынков стран скандинавско-балтийского региона. Полученные в результате исследования данные об основных направлениях и перспективах развития рынка могут быть

использованы как при изучении рынка ценных бумаг Литвы, так и холдинга NASDAQ OMX, и в качестве крупнейшего биржевого оператора скандинавско-балтийских рынков, и как соучредителя Международной Фондовой Биржи «Санкт-Петербург».

Теоретические положения могут быть использованы в лекционных курсах «Финансы и кредит», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Мировая экономика», «Деньги. Кредит. Банки», а также применяться для разработки специальных учебных курсов на финансово-кредитном факультете, читаемых студентам и слушателям экономических специальностей.

Практическая значимость диссертации состоит в том, что ее содержание, полученные выводы и результаты могут быть использованы:

- при определении возможности и путей выхода на организованные рынки стран скандинавско-балтийского региона российских инвесторов;
- при разработке стратегии более эффективной и углубленной интеграции Литовской Республики в систему NASDAQ OMX и Фондовой Биржи «Санкт-Петербург»;
- при поиске и применении наиболее эффективных форм межгосударственного сотрудничества России и стран Балтии.

Структура диссертационной работы. Структура обусловлена целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемой литературы. Объем работы составляет 137 страниц, в том числе 5 таблиц, 9 графиков, 8 диаграмм и 1 схема.

Во введении обосновывается актуальность темы исследования, оценивается степень разработанности проблемы, формулируются цели, задачи, предмет и объект исследования, обосновывается логика и методология, структура работы.

Первая глава «Особенности национальной экономики Литовской Республики как основы формирования организованного рынка ценных бумаг» посвящена изучению развития национальной экономики, и ее влияния на приток внутренних и внешних инвестиций, в том числе и из России, в Литву.

Во второй главе «Организованный рынок ценных бумаг Литовской Республики в эпоху глобализации» исследуются данные по рынку акций и рынку ценных бумаг с фиксированным доходом Литовской Республики, рассмотрено участие литовского организованного рынка ценных бумаг в процессах глобализации фондовых бирж, выявлены основные преимущества и недостатки интеграции, проведен сравнительный анализ с российским фондовым

рынком.

В третьей главе «Эмиссия корпоративных ценных бумаг в Литовской Республике» проанализированы проблемы, существующие при эмиссии литовскими компаниями ценных бумаг, риски эмитентов на фондовом рынке Литвы, а также проведен анализ института финансовых посредников.

В заключении сформулированы основные выводы диссертационного исследования, отражающие его теоретическое и практическое значение.

Апробация работы. По результатам диссертации опубликовано 5 научных работ по теме исследования рынка ценных бумаг Литовской Республики, в открытой печати, в том числе в журнале, рекомендованном ВАК РФ. Общий объем опубликованных работ составил 1,6 п.л.

2. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Основные результаты проведенного исследования сводятся к следующим положениям.

1. Национальную экономику Литовской Республики характеризуют следующие особенности: высокий рост внутреннего валового продукта; низкий уровень инфляции; снижение уровня безработицы; снижение дефицита бюджета; рост среднего уровня заработной платы. Основа этих экономических результатов — укрепление бюджетной дисциплины, жесткая фискальная политика, способствующая росту и стабильности экономики.

Важным фактором для стабильного функционирования экономики является финансовая помощь, которую Литовская Республика получает от Евросоюза. С момента вступления в Евросоюз, финансовая помощь Литве ежегодно возрастала. В частности, в 2006 году из ЕС в Литву поступило 2,43 млрд. литов. Больше всего средств поступило для развития сельского хозяйства – 1,3 млрд. литов. В 2008г. Литва получила финансовую помощь в размере 1,4 млрд. евро.

Положительную динамику развития экономики не следует связывать только со вступлением Литвы в Евросоюз. Экономика менялась в глобальном смысле, и изменения происходили во всех странах, вне зависимости от присоединения к различным экономическим союзам или вступления в различные международные организации.

При изучении национальной экономики Литвы были выявлены отрицательные моменты. Одним из них стало то, что рост ВВП после вступления Литвы в Евросоюз не достиг прогнозируемых показателей.

Тем более, что и до вступления в Евросоюз ВВП рос достаточно быстро. С 2001 года ВВП Литвы рос не менее 6,5% в год, а в 2003-м рост составил 10,3%. Сравнивая три года до вступления в ЕС и три года после вступления, наблюдается даже некоторое замедление темпов роста ВВП (с 7,96% до 7,64%). В 2007г. уровень ВВП несколько вырос и достиг 8,8%, однако, за 2008 год, резко снизился и составил чуть более 5%.

Одним из важнейших факторов, повлиявших на экономическую ситуацию в Литовской Республике, стала инфляция. В последние годы наблюдается ее бурный рост. Если за 2007г. ее уровень составил 5,8%, то в 2008г. - почти 11%. Здесь свою значимую роль, как и в ситуации с падением уровня ВВП, сыграл мировой финансовый кризис.

Также ухудшились демографические показатели в Литве. Демографические проблемы негативно влияют на сбережения: чем больше доля пожилых, тем меньше уровень сбережений.

Несмотря на хорошие макроэкономические результаты, реальная ситуация (уровень занятости населения, доходы и потребление) значительно расходятся с общими темпами роста макроэкономики. В 1996г. на грани бедности жили 18 % населения, к 2008 г. это число увеличилось на 1 процентный пункт. Между тем, при росте ВВП и других макроэкономических показателей власти должны были принять меры фискальной и социальной политики, позволяющие контролировать неравенство доходов, повышение уровня жизни малообеспеченных семей.

2. Основа для создания организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики была заложена в 1991 году, когда в феврале был принят «Закон о первичной приватизации государственного имущества», с которого начался первый этап приватизации, длившийся с 1991 по 1996 год.

Основными факторами, которые оказали влияние на формирование организованного рынка ценных бумаг Литвы, являются приватизация государственного имущества, а также создание и развитие правовых баз, регламентирующих деятельность организованного рынка ценных бумаг. Процесс его формирования можно разделить на три основных этапа:

- Создание организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики. Он охватывает период с начала 1991 года до октября 1994 года.

Первый этап характеризуется открытием организованного рынка ценных бумаг, приобретением навыков торговли и испытанием технических возможностей VSE. Торговля ценными бумагами осуществлялась один раз в неделю, что полностью удовлетворяло имевшихся в то время эмитентов и инвесторов. На этом этапе

подготавливалась и совершенствовалась юридическая база, которая должна была способствовать развитию рынка. Впервые была испытана новая компьютерная система биржевой торговли. Цель всех этих решений состояла в том, чтобы повысить ликвидность организованного рынка ценных бумаг. Самое значимое событие этого периода - появление 19 июля 1994 г. правительственных ценных бумаг.

- Второй этап развития организованного рынка ценных бумаг начался в ноябре 1994 года и завершился в марте 1996 года. Для второго этапа характерен рост активности рынка. С конца 1994 года резко возросло число эмитентов, быстрыми темпами увеличивалось количество сделок, поднялась их стоимость, что в значительной степени было связано с увеличением уставного капитала акционерных обществ и коммерческих банков. Вторая особенность этого периода заключается в том, что литовский организованный рынок ценных бумаг в то же время являлся рынком правительственных ценных бумаг. Активность торговли правительственными ценными бумагами, несомненно, оживило соглашение между Центральным Банком Литвы и Комиссией по ценным бумагам об учреждении в коммерческих банках предприятий финансового маклера, достигнутое в декабре 1994 года. Мощные в финансовом отношении институты оживили рынок ценных бумаг.

- Третий этап продолжался с апреля 1996 года по май 2004г., когда началось качественное изменение организованного рынка ценных бумаг, которое охарактеризовалось оживлением торговли на центральном рынке. Такая активность была обусловлена такими факторами, как совершенствование системы торговли на VSE, снижение инфляции, развитие производства. В мае 2004г. Национальная Биржа Ценных Бумаг Литвы стала частью холдинга OMX.

5 июля 1994 года была принята новая редакция закона Литовской Республики «Об акционерных обществах». Этот закон регламентирует учреждение, реорганизацию и ликвидацию акционерного общества, права и обязанности акционеров, управление обществом, а также вопросы, связанные с распределением прибыли.

Закон «Об инвестиционных обществах», принятый в 1995 году, регламентирует особенности учреждения, реорганизации, ликвидации, управления и деятельности инвестиционных обществ, государственный надзор за деятельностью инвестиционных обществ, средства по защите прав инвесторов.

В январе 1996 года был принят закон «Об открытом обороте ценных бумаг». Данный закон стал основным документом, регламентирующим деятельность организованного рынка ценных бумаг Литвы, и вместе с законами «Об акционерных обществах» и «Об инвестиционных обществах», составляет правовую основу рынка

ценных бумаг Литовской Республики. Систематизированные и обновленные в законе «Об открытом обороте ценных бумаг» правовые нормы ранее имелись в постановлениях правительства и Комиссии по ценным бумагам.

Закон Литовской Республики «Об открытом обороте» регламентирует: требования к раскрытию информации при выпуске в открытый оборот ценных бумаг; требования по постоянному раскрытию информации к эмитентам, чьи ценные бумаги находятся в открытом обороте; деятельность финансовых посредников; деятельность VSE; принципы учета ценных бумаг.

Целью данного закона было создание правовой основы для безопасного, открытого и эффективного функционирования организованного рынка ценных бумаг Литвы, с целью максимальной защиты интересов всех инвесторов и обеспечения конкуренции между участниками рынка.

3. С 1 июня 1998г. на Национальной Бирже Ценных Бумаг Литовской Республики торгуются ценные бумаги, прошедшие листинг, которые разделены на три торговых списка: официальный, текущий и нелистингуемый.

Официальный торговый список ценных бумаг, прошедших листинг, является главным списком VSE. В нем котируются ценные бумаги перспективно, доходно и стабильно действующих предприятий. Аналогичным видом ценных бумаг на российской бирже ММВБ являются так называемые “голубые фишки”. Ценные бумаги включаются в официальный торговый список только по письменной просьбе самого эмитента (либо уполномоченным им членом биржи).

Правительственные ценные бумаги включаются в официальный торговый список VSE по предоставленной Министерством Финансов заявке. В официальный торговый список Биржи могут быть включены только те правительственные ценные бумаги, срок действия которых является не длиннее, чем 1 год.

Главный индикатор литовского организованного рынка ценных бумаг - индекс OMXV, отражающий колебания курсов ценных бумаг, входящих в официальный список VSE.

Литовский организованный рынок ценных бумаг характеризует низкий уровень объема торговли рынка акций. Из стран, входящих в холдинг NASDAQ OMX, Литва занимает лишь шестое место, причем 77% торгового оборота рынка акций приходится лишь на четыре компании из официального списка VSE (“TEO LT”, “Ūkio bankas”, “Šiaulių bankas” и “Panevėžio statybos trestas”). Общий товарооборот акций на Национальной Бирже Ценных Бумаг Литвы в 2007г. составил 760 млн. евро, а в 2008г. увеличился до 976 млн. евро. Однако из трех

прибалтийских государств, доля Литвы составляет лишь 26% объема торгового оборота. И это связано не только с отсутствием серьезного интереса к литовскому организованному рынку ценных бумаг у потенциальных инвесторов, но и с разразившимся кризисом на мировых фондовых рынках. По объему торговли акциями, страны балтийского региона не могут сравниться практически с любой страной, входящую в объединение NASDAQ OMX. Их общий товарооборот не дотягивает даже до 0,2% от общего объема торгов стран-членов объединения.

Значительное негативное влияние на динамику мирового рынка в 2007-2008гг. оказали события на мировых финансовых рынках: в феврале-марте 2007г. проблемы пришли со стороны Китая, летом - из США, где разразился кризис на ипотечном рынке, затронувший практически все мировые финансовые рынки. Кризис спровоцировал снижение ликвидности и отток, в том числе с балтийских рынков, иностранных инвесторов, опасаящихся риска, что ограничило возможности для роста балтийских индексов. Мировой финансовый кризис продолжается и в 2008г. Только за период с мая по декабрь 2008г. индекс OMXV снизился почти на 60%. Балтийские государства, главным образом зависящие от стран ЕС и США, оказались подвержены влиянию кризиса в первую очередь. И насколько негативно повлияет на организованный рынок ценных бумаг Литвы бушующий сегодня кризис, до конца неизвестно даже руководству Литовской Республики.

Существенным недостатком организованного рынка ценных бумаг Литвы является незначительный объем обращающихся долгосрочных долговых инструментов. За последний год, на вильнюсский банк SEB и банк "Норд" приходится более 80% всех выпущенных облигаций. В отличие от России и стран Северной Европы, на организованном рынке ценных бумаг Литвы практически не торгуются деривативы и паи инвестиционных фондов.

4. Общий уровень инвестиций, в том числе на организованный рынок ценных бумаг, как внутренних, так и из-за рубежа, остается, крайне невысок. Неудачи Литвы в сфере привлечения инвестиций обусловлены не одной, а целым рядом причин. Тут есть как объективные причины (расположение в определенном географическом регионе, где имеются бедные страны с более дешевой рабочей силой, нехватка рабочей силы), так и зависящие от действий литовских властей, такие, как: общий высокий уровень налогообложения, крайне низкая доля инвестиционных компаний и пенсионных фондов в общем развитии финансового сектора Литовской Республики, возможное введение в Литве шкалы прогрессивного налогообложения, установление преград российским инвестициям.

Проведенное исследование показывает, что не лучшая ситуация

обстоит и с притоком внутренних инвестиций. Здесь мешает и один из самых высоких уровней налогообложения, и возможность положить свои деньги под неплохой процент на банковский депозит, и низкий уровень дохода на душу населения, что приводит к постоянному оттоку специалистов на заработки в страны Европы. Инвестиции населения Литовской республики в ценные бумаги, не достигают даже 6% в структуре финансовых активов. Как и в большинстве “зависимых” стран, в Литве на рынке капитала доминируют банки, которые занимают около 82% рынка. Инвесторы предпочитают вложения в банковские депозиты, а заемщики предпочитают кредитование. Не в последнюю очередь это связано с такими проблемами первичного рынка капитала, как сложность подготовки эмиссии, отсутствие стабильности финансового состояния большинства литовских компаний, отсутствие связей с зарубежными партнерами, риски нераспространения эмиссий. Банковский кредит для заемщика получить намного проще.

В ближайшем будущем на уровень инвестиций жителей на организованный рынок ценных бумаг Литвы будут влиять изменения объема сбережений, которые, в свою очередь, непосредственно зависят от экономических возможностей жителей. При росте накоплений населения Литовской Республики все более актуальной станет проблема использования имеющихся свободных средств. В зависимости от принимаемого на себя риска и ожидаемой доходности инвестиций, потоки капитала будут направлены на депозиты в коммерческих банках, счета финансовых институций – страховых обществ, инвестиционных и пенсионных фондов, а также будут непосредственно использованы для инвестиций в приобретение ценных бумаг. Также актуально привлечение капитала граждан Литвы, который находится за границей. Оцениваемое от нескольких до нескольких десятков миллиардов литов имущество, после восстановления независимости Литвы «уплывшее» за рубеж, позволило бы успешно решить проблемы нехватки местного капитала. Однако для этого должны быть созданы соответствующие условия, а именно, политическая и экономическая стабильность страны, твердая валюта, гибкая система налогов, по возможности более совершенное регулирование финансового рынка, в конце концов, определенная амнистия для выплывшего капитала, облегчающая декларацию возвращающихся средств. Государственные меры, помимо финансирования бюджета и конкуренции с вкладами в коммерческих банках, «расшевелит» часть данных средств и привлечет их на организованный рынок ценных бумаг.

Наибольшую часть вложений населения Литвы в финансовые активы (около 60 %) составляют денежные вклады. Инвестиции населения Литвы в ценные бумаги государства росли за исключением

2005-2008г. Жители Литвы мало внимания уделяют страхованию, в финансовых активах оно составляло около 1,2 %. В то же время пенсионное страхование в 2008 году по сравнению с 2005 годом увеличилось более чем в два раза. Накопленные населением средства в форме наличных денег имели тенденцию к росту, однако их доля в финансовых активах уменьшалась.

Мировая практика показывает, что в развитых странах роль инвестиционных фондов является огромной. В Литве пока еще не созданы необходимые условия для активного развития инвестиционных фондов, инвестирующих на рынок капитала. На начало 2008г. их насчитывалось 32. Для пенсионных фондов также пока не созданы условия для активного развития. К началу 2008г. их насчитывалось тридцать. Их развитию мешает и сама неразвитость рынка. То есть, созданные фонды не смогут достаточно диверсифицировать накопленные средства, будут подвергаться большему риску из-за низкой ликвидности рынка. С другой стороны, данные проблемы можно было бы постепенно решать путем создания условий для образования зарубежных фондов капитала, инвестирующих часть средств за рубежом, также создавая смешанные инвестиционные или пенсионные фонды, инвестирующие на рынок не только собственности, но и долговых ценных бумаг. Основные проблемы местных институциональных инвесторов скрываются в системе налогообложения, которая делает образование этих институций экономически непривлекательным.

Несмотря на достаточно неплохие показатели экономического развития Литвы за последние годы, в страну поступает очень низкий объем инвестиций иностранного капитала, по сравнению с сопоставимыми странами. Три года пребывания в ЕС и в НАТО, не принесли Литве желанного бума иностранных инвестиций. Хотя Литва стала, благодаря членству в вышеуказанных международных сообществах, считаться "стабильной" страной, международный капитал предпочитает строить заводы и открывать свой бизнес в тех странах, где, может, и не столь много стабильности, но зато более привлекательные для инвестиций законы (прежде всего, налоговая система) и более дешевые рабочие руки. Установленный в Литве 15-процентный налог на прибыль для капитала уже не считается чем-то особо привлекательным, если можно найти страны, где этот налог близок к нулю. С другой стороны, стоявшее у власти в Литве в последние годы правительство левого крыла, согласно местным экспертам, отпугивало инвесторов рассуждениями о перспективах введения прогрессивного налога со всеми вытекающими отсюда для потенциальных инвесторов последствиями.

По прямым инвестициям в Литовскую Республику за 2007г. лидирует Польша – 19% всех инвестиций. На втором месте Дания с 13%. Многолетнего лидера Данию Польша обошла благодаря покупке Мяжейкяйского нефтеперерабатывающего завода. На третьем месте Швеция – 11%. И лишь на скромном на четвертом месте находится Россия с 10%. Меньше России инвестировали лишь Германия (9%), Эстония (6%), Финляндия (5%), Латвия (4%), Нидерланды (4%) и Норвегия (2,3%). В 2008г. Россия сохранила за собой эту позицию.

5. Анализ особенностей эмиссии корпоративных ценных бумаг в Литве выявил следующие проблемы. Прежде всего, необходимо отметить, что организовать открытое распространение ценных бумаг, под силу только компаниям с высоким уровнем первоначального капитала, связанных с затратами на эмиссию, стабильным финансовым положением, и хорошими связями с зарубежными партнерами (хотя бы для того, чтобы найти грамотного посредника для проведения эмиссии и обеспечения распространения), с высокой репутацией. Второй существенной проблемой является то, что корпорации привлекают средства в основном при помощи банковских кредитов. Банковские кредиты можно получить с наименьшими трудозатратами, а рассмотрение осуществляется в минимальные сроки. Малый бизнес не в состоянии провести необходимые манипуляции, чтобы привлечь средства на рынке ценных бумаг. Третьей существенной проблемой является сложность проведения повторной эмиссии, связанная с отрицательным воздействием новой эмиссии на вторичный рынок. Еще одной проблемой являются такие риски эмиссии, как ликвидности и времени (не всегда возможно найти в данный момент инвестора, готового полностью или хотя бы частично выкупить эмиссию). Также необходимо отметить сложность установления цены эмиссии, поскольку высокая цена может привести к неудачному распространению ценных бумаг, а низкая цена способна привести к убыткам, и цель эмиссии по привлечению капитала не будет достигнута.

6. Процессы интеграции на фондовых рынках стран Скандинавии и Балтии стали естественным продолжением глобализации финансовых рынков мира, возросшей конкуренции между биржами и бурным ростом онлайн-торговых систем. Параллельно идут процессы интеграции фондовых бирж и центральных депозитариев. Наиболее яркими примерами являются: холдинг NASDAQ OMX, который объединяет Стокгольмскую, Копенгагенскую, Хельсинкскую, Рижскую, Таллинскую, Вильнюсскую, Рейкьявикскую фондовые биржи, центральные депозитарии Эстонии, Латвии и Литвы. 7 января 2008г. OMX стал 100% владельцем армянской фондовой биржи (Armex) и центрального депозитария Армении, а чуть позже сам холдинг OMX был

куплен фондовой биржей NASDAQ; альянс NOREX, который объединяет фондовую биржу Осло и биржи холдинга NASDAQ OMX; NCSD, объединяющий центральные депозитарии Швеции и Финляндии.

Холдинг NASDAQ OMX состоит из торговой площадки OMX и общей торговой системы. Объединение основано на сотрудничестве между независимыми биржами. В его основе лежат следующие принципы: общее членство; единый показатель ликвидности; общая торговая система; общие правила листинга, членства и торговли.

Главная идея объединения состоит в том, чтобы минимизировать различия между организованными рынками ценных бумаг стран-членов NASDAQ OMX, улучшить условия международной торговли и привлекать больший объем капиталовложений и инвестиций. Это включает в себя использование общей торговой системы, общих правил и рыночных действий – все это сокращает затраты и облегчает условия международной торговли в странах Балтии.

Биржевая торговля децентрализована. Это означает, что фирмы – члены OMX соединяются с системой и торгуют из офисов, которые как могут находиться, так и не находятся в балтийских и скандинавских странах.

Все брокеры имеют одинаковый объем информации, и все получают ее одновременно, так как информация о ходе торгов поступает в реальном режиме времени.

Литва сумела сделать свой организованный рынок ценных бумаг конкурентным, во многом благодаря активному участию в интеграции фондовых рынков скандинавско-балтийского региона.

Что касается темпов глобализации, то можно наблюдать их постоянное ускорение. Об этом говорит тот факт, что изначально от одного ее шага до другого мог пройти год, а то и несколько лет, сегодня же заявления об объединении и унификации проходят с периодичностью от одного до нескольких месяцев.

В 2007г. холдинг OMX вышел за рамки скандинавско-балтийских границ через создание Международной Фондовой Биржи «Санкт-Петербург» (IXSP) совместно с биржей «Санкт-Петербург» и группой компаний RX.

Возможные перспективы дальнейшего развития организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики сфокусированы в следующих направлениях: полный охват фондовых бирж скандинавско-балтийского региона одним оператором – OMX (продолжение горизонтальной интеграции через присоединение биржи Осло); дальнейшее расширение границ холдинга NASDAQ OMX через приобретение фондовой биржи Украины; дальнейшее развитие вертикальной интеграции, как в рамках литовского организованного

рынка ценных бумаг, так и в рамках фондовых бирж OMX: совершенствование технологических решений; продолжение унификации регулирования фондовых рынков в странах Скандинавии и Балтии, что увеличит ликвидность их бирж, в том числе и VSE.

7. Проведенное исследование результатов вступления Литвы в холдинг OMX, позволило сделать ряд выводов о положительных и отрицательных сторонах членства в этом объединении. Безусловно, необходимо отметить такие положительные стороны, как эффективность взаимодействия объединенного рынка, наличие общей торговой системы SAXESS, которая позволяет получить доступ литовским инвесторам к локальным организованным рынкам ценных бумаг, согласованные общие правила торговли, доступ к спискам торгуемых ценных бумаг стран-членов холдинга, увеличение ликвидности рынка ценных бумаг Литвы и расширение спектра финансовых инструментов. Вступление в организацию позволило литовскому организованному рынку ценных бумаг увеличить приток инвестиций из стран – членов NASDAQ OMX. Однако необходимо отметить и такие отрицательные стороны, как потеря фондовым рынком Литвы своих национальных черт и усиление монополизации рынка.

8. Опыт, который был приобретен в результате процесса развития литовского организованного рынка ценных бумаг, можно использовать для дальнейшего развития российского рынка ценных бумаг. В частности, рассмотреть возможность более тесного сотрудничества России и Европейского Союза. При этом необходимо учитывать все положительные и отрицательные стороны такого сотрудничества. Как показывает опыт Литовской Республики, положительными факторами при более тесном сотрудничестве будут являться повышение доверия инвесторов к рынку, на котором действуют европейские законы, рост объемов поступлений инвестиций из стран ЕС на российский рынок ценных бумаг, упрощенные пути вступления России в экономические союзы и ВТО, что самым положительным образом скажется на развитии рынка ценных бумаг России. Вместе с тем необходимо учитывать, что в настоящий момент западные страны не заинтересованы рассматривать Россию как полноценного партнера, особенно учитывая последние события на Кавказе, не говоря уже о таком отрицательном моменте, как возможная потеря фондовым рынком России своих национальных особенностей. Однако следует отметить, что сотрудничество в рамках партнерства “ЕС + Россия”, безусловно, принесет выгоду обоим сторонам.

Литовский опыт также показывает, что интеграция рынка ценных бумаг России в торговые объединения на сегодняшний день, несмотря на ряд неоспоримых преимуществ, не совсем актуальна. Дело в

том, что Россия на сегодняшний день обладает вполне самодостаточным фондовым рынком, что позволяет стране на равных конкурировать с такими крупными игроками, как США, Япония, Великобритания. Вступление в торговые объединения необходимо тем государствам, рынки которых вряд ли способны существовать сами по себе. Чтобы конкурировать с крупными мировыми игроками, организованные рынки ценных бумаг небольших государств, таких как Литва, Латвия, Эстония, вынуждены кооперироваться в торговые объединения, тем самым, теряя свои национальные черты, но, получая возможность увеличить объем инвестиций из стран-членов таких союзов.

С другой стороны, ориентируясь на США и других западных партнеров, Литва особенно подвергается влиянию происходящих в их экономиках кризису. Падение основного индекса организованного рынка ценных бумаг Литовской Республики OMXV почти на 60% за последние полгода об этом ярко свидетельствует.

К сожалению, в ходе исследования, выяснилось, что в Литву поступают очень низкие объемы инвестиций из России. Правительство республики, ориентируясь на западные государства, по приказу руководителей США, ставит заслоны на пути российского капитала. Это особенно печально, учитывая те огромные потери, которые понесла Литовская Республика, препятствуя притоку российского капитала. И в дальнейшем, по-видимому, заслоны будут только увеличиваться, учитывая противостояние России с блоком НАТО, членом которого является Литва.

У России и Литвы есть все необходимые предпосылки для успешного финансового взаимовыгодного сотрудничества. Это будет выгодно не только Литовской Республике, но и самой России. В начале создания всей экономической системы, после обретения независимости. Литва сделала ставку на сотрудничество с западом. Однако, несмотря на радужные ожидания от вступления в Евросоюз, не все оказалось так гладко как хотелось бы правительству республики. Поэтому у России и Литвы есть общие цели и взаимные интересы для сотрудничества, которые необходимо использовать.

3. ПЕРЕЧЕНЬ ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Бережной Е.В. Эмиссия и распространение ценных бумаг в Литовской Республике // Современные аспекты экономики. – 2006. - №18 (111). – 0,4 п.л.
2. Бережной Е.В. Создание и перспективы развития рынка ценных бумаг Литвы // Современные аспекты экономики. – 2006. - №18 (111). – 0,5 п.л.
3. Бережной Е.В. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Литовской Республики // Финансы, кредит и международные экономические отношения в XXI веке. Материалы 2-й международной научной конференции. 29-30 марта 2007 года: Сборник докладов. Т. 2 / Под ред. д-ра экон. наук, проф. В.Е. Леонтьева, д-ра экон. наук, проф. Н.П. Радковской. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2007. – 0,2 п.л.
4. Бережной Е.В. История создания и функции Биржи ценных бумаг Литовской Республики // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России. Выпуск №8: Сборник научных трудов. Под ред. д.э.н., проф. А.С.Селишева. – СПб.: Изд-во «Инфо-да», 2007. – 0,2 п.л.
5. Бережной Е.В. Торговое объединение ОМХ – важнейший этап развития рынка ценных бумаг стран Балтии // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2007. - №4 (52). – 0,3 п.л.

10 -

БЕРЕЖНОЙ ЕВГЕНИЙ ВИКТОРОВИЧ
АВТОРЕФЕРАТ

Лицензия ЛР № 020412 от 12.02.97

Подписано в печать 7.04.09. Формат 60х84 1/16. Бум. офсетная.
Печ. л. 1,2. Бум. л. 0,6. РТП изд-ва СПбГУЭФ. Тираж 80 экз. Заказ 231.

Издательство Санкт-Петербургского государственного университета
экономики и финансов
191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21.